

## 业绩基本符合预期，中长期向好逻辑不变

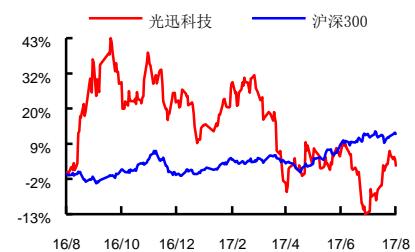
### 投资要点

- 事件:**光迅科技发布2017年半年报，公司实现营业收入23.9亿元，同比增长20.6%，实现归母净利润1.7亿元，同比增长12.2%；基本每股收益为0.27元，基本符合预期。
- 业绩基本符合预期，中长期向好逻辑不变。**上半年中国运营商资本开支下降，中国移动资本开支为全年计划的40%，中国联通为全年的20%，国内主要通信设备商需求下降，叠加部分设备厂商去库存影响，导致光器件市场需求不振。公司通过提高经营效率、加强费用管控，实现营收同比增长20.6%。公司上半年毛利率为18.8%，同比下降3.03个百分点，我们判断毛利率下降的原因是市场竞争加剧导致的光模块价格下滑。随着上半年设备商去库存的结束，下半年电信市场回暖，公司数通市场厚积薄发，公司中长期成长逻辑逐步兑现。
- 传输业务:**受益于光放及子系统产品产出高增长，增速较高，未来将继续维持高速增长。公司传输业务包括传输侧光模块、光纤放大器、无源器件和子系统等。上半年传输业务占比59.2%，同比提升11.8个百分点，增速达到50.5%，主要是由于老产品抢抓市场份额，新产品加快推出并量产，光放及子系统产品产出同比增长87%，收入规模实现较大增长。随着下半年电信100G OTN招标拉开城域扩容序幕，未来5G建设传输先行，提升对传输侧高速率光模块的需求，波分下沉至城域网，光纤放大器和无源器件将稳健增长，未来公司传输业务有望维持高速增长。
- 接入业务:**上半年低端PON产品价量齐跌，静待10G PON放量。上半年受华为等主设备商接入网去库存策略影响，叠加PON产品价量齐跌的压力，接入业务表现不佳。但公司在xPON系列产品上打造了强大的批量化供货能力和垂直整合优势，上半年已经在设备商市场实现10G EPON批量出货，但由于10G EML芯片端外采成本较高，尚未带来较好的毛利率优化效应，随着芯片的逐步自给和量产，未来10G PON的放量值得期待。
- 数通业务:**厚积薄发静待花开。今年上半年公司的数据产品成功突破大客户，收获较大份额；100G光模块有望打开重要客户市场，在亚太及北美市场取得战略客户突破。公司光模块产品种类齐全，加之近年不断的高研发投入布局高速率光模块，今年将推出全系列面向数通市场的25G/100G产品，一旦25G芯片摆脱外采掣肘，公司可迅速享受高速率产品带来的红利和产品结构优化效应。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn  
  
联系人: 黄弘扬  
电话: 021-58351773  
邮箱: hhyy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.29
流通A股(亿股)	6.17
52周内股价区间(元)	17.86-88.66
总市值(亿元)	131.89
总资产(亿元)	49.02
每股净资产(元)	4.63

### 相关研究

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4059.21	5150.17	6675.23	8340.01
增长率	29.28%	26.88%	29.61%	24.94%
归属母公司净利润(百万元)	285.02	360.46	489.97	639.86
增长率	17.17%	26.47%	35.93%	30.59%
每股收益EPS(元)	0.45	0.57	0.78	1.02
净资产收益率ROE	9.40%	11.42%	14.04%	16.33%
PE	47	37	28	21
PB	4.63	4.27	3.87	3.44

数据来源: Wind, 西南证券

- **芯片研发：**未来业绩弹性增长，“芯芯”之火可以燎原。公司目前各类 10G 芯片总的出货量年 200 万片以上，自给率 80%，25G EML/DFB 芯片今年大概率送样测试完成，25G VCSEL 有望在 2018 年实现研发。在外在网络升级扩容的需求和内在高速率芯片自给率提升的双重驱动之下，公司未来业绩有望弹性增长。
- **股权激励：**锁定长期业绩稳定人心。8月3日，公司发布限制性股权激励计划公告，拟向 536 名激励对象（包括公司董事、核心管理及技术骨干）授予的限制性股票数量不超过 2088.8 万股，授予价格为 9.55 元/股。首次授予锁定期为 2 年，之后 3 年等比例解锁。解锁条件为 2018-2019 相对于 2016 年扣非归母净利润复合增速不低于 15%，2020 年净利润复合增速不低于 20%；同时 2018-2020 年每年 ROE 不低于 10%，新产品收入占比不低于 20%。
- **盈利预测与投资建议。**随着未来城域扩容、5G 建设和光纤入户，下半年电信市场回暖，数通市场厚积薄发静待放量，公司中长期成长逻辑逐步兑现。预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 0.57 元、0.78 元、1.02 元，对应 PE 分别为 37 倍、28 倍、21 倍。参考可比公司平均估值水平，给予公司 2017 年 43 倍 PE，对应目标价 24.51 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**高速率芯片研发或不及预期，产品结构优化或不及预期，数通业务拓展或不及预期，光模块产品竞争加剧。

**关键假设：**

假设 1：传输业务稳步发展，整体光通信市场保持高景气。2017 年城域网开启 100G 扩容，2019 年 5G 建设传输先行，收入增速稳步提高；

假设 2：今年上半年 PON 系列产品竞争激烈，并且受到华为清库存影响，价量齐跌，导致公司接入业务增速下滑，毛利率下降，未来随着 10G PON 的放量和 5G 建设的开启，收入增速回升；

假设 3：数通市场厚积薄发，中低速率光芯片实现完全自给，高速率光芯片今年年底实现突破和量产，高速率光模块开始放量；

假设 4：传输侧光模块市场竞争加剧，毛利率有所下滑。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
传输业务	收入	2313.6	3447.2	4481.4	5601.7
	增速	38.8%	49.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	25.8%	23.0%	23.3%	23.5%
接入和数通业务	收入	1692.9	1644.9	2130.0	2668.0
	增速	25.6%	-2.8%	29.5%	25.3%
	毛利率	16.5%	14.2%	15.5%	16.8%
其他	收入	52.8	58.1	63.9	70.3
	增速	-49.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
合计	收入	4059.2	5150.2	6675.2	8340.0
	增速	29.3%	26.9%	29.6%	24.9%
	毛利率	21.9%	20.2%	20.8%	21.4%

数据来源：公司公告，西南证券

参考可比公司平均估值水平，考虑到未来芯片自给率的提升与公司的光通信行业龙头地位，给予公司 2017 年 PE 43X，对应目标价 24.51 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**表 2：可比公司估值对比**

股票代码	公司名称	股价	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
000988.SZ	华工科技	15.82	0.40	0.59	0.85	40	27	19
300394.SZ	天孚通信	23.73	0.79	1.07	1.41	30	22	17
300502.SZ	新易盛	23.00	0.60	0.73	0.90	38	32	26
300548.SZ	博创科技	47.28	1.16	1.65	2.14	41	29	22
300570.SZ	太辰光	18.54	0.53	0.64	0.77	35	29	24
行业均值						37	28	21

数据来源：Wind 一致预期（收盘价日期 2017 年 8 月 24 日），西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4059.21	5150.17	6675.23	8340.01	净利润	273.94	360.46	489.97	639.86
营业成本	3170.32	4111.75	5287.10	6559.40	折旧与摊销	108.83	271.86	294.57	321.92
营业税金及附加	21.53	18.54	24.03	30.02	财务费用	-28.26	7.06	5.63	10.03
销售费用	132.01	128.75	166.88	208.50	资产减值损失	47.58	47.00	50.00	55.00
管理费用	448.06	504.72	654.17	817.32	经营营运资本变动	68.31	-396.83	-545.90	-649.57
财务费用	-28.26	7.06	5.63	10.03	其他	-289.47	-56.79	-47.00	-54.87
资产减值损失	47.58	47.00	50.00	55.00	经营活动现金流净额	180.94	232.77	247.27	322.37
投资收益	-0.56	0.00	0.00	0.00	资本支出	-162.50	-160.00	-160.00	-160.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	319.23	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	156.72	-160.00	-160.00	-160.00
<b>营业利润</b>	<b>267.40</b>	<b>332.34</b>	<b>487.41</b>	<b>659.73</b>	短期借款	130.53	-153.28	0.00	211.49
其他非经营损益	49.36	81.00	79.00	78.00	长期借款	74.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>316.76</b>	<b>413.34</b>	<b>566.41</b>	<b>737.73</b>	股权融资	-0.22	0.00	0.00	0.00
所得税	42.82	52.89	76.44	97.86	支付股利	-104.94	-122.96	-155.50	-211.38
<b>净利润</b>	<b>273.94</b>	<b>360.46</b>	<b>489.97</b>	<b>639.86</b>	其他	-55.29	-2.36	-5.63	-10.03
少数股东损益	-11.08	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	44.07	-278.60	-161.14	-9.91
归属母公司股东净利润	285.02	360.46	489.97	639.86	<b>现金流量净额</b>	388.41	-205.83	-73.87	152.46
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
货币资金	961.24	755.41	681.54	834.00	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1501.48	2029.22	2590.90	3230.73	销售收入增长率	29.28%	26.88%	29.61%	24.94%
存货	1326.78	1758.28	2281.80	2851.60	营业利润增长率	3.02%	24.29%	46.66%	35.35%
其他流动资产	176.85	224.38	290.82	363.35	净利润增长率	12.61%	31.58%	35.93%	30.59%
长期股权投资	0.68	0.68	0.68	0.68	EBITDA 增长率	5.46%	75.67%	28.85%	25.91%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	731.03	627.78	501.82	348.51	毛利率	21.90%	20.16%	20.80%	21.35%
无形资产和开发支出	94.98	86.37	77.76	69.15	三费率	13.59%	12.44%	12.38%	12.42%
其他非流动资产	23.95	23.95	23.95	23.95	净利润率	6.75%	7.00%	7.34%	7.67%
<b>资产总计</b>	<b>4816.99</b>	<b>5506.08</b>	<b>6449.27</b>	<b>7721.97</b>	ROE	9.40%	11.42%	14.04%	16.33%
短期借款	153.28	0.00	0.00	211.49	ROA	5.69%	6.55%	7.60%	8.29%
应付和预收款项	1513.77	2102.12	2696.10	3312.86	ROIC	8.40%	10.71%	13.14%	15.08%
长期借款	74.00	74.00	74.00	74.00	EBITDA/销售收入	8.57%	11.87%	11.80%	11.89%
其他负债	162.22	174.03	188.78	204.74	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1903.27</b>	<b>2350.15</b>	<b>2958.88</b>	<b>3803.10</b>	总资产周转率	0.90	1.00	1.12	1.18
股本	209.64	628.92	628.92	628.92	固定资产周转率	6.30	8.41	14.79	28.92
资本公积	1487.67	1068.39	1068.39	1068.39	应收账款周转率	6.02	6.08	5.94	5.92
留存收益	1141.43	1378.93	1713.39	2141.88	存货周转率	2.41	2.52	2.51	2.47
归属母公司股东权益	2834.04	3076.24	3410.70	3839.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.99%	—	—	—
少数股东权益	79.68	79.68	79.68	79.68	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2913.72</b>	<b>3155.92</b>	<b>3490.39</b>	<b>3918.87</b>	资产负债率	39.51%	42.68%	45.88%	49.25%
负债和股东权益合计	4816.99	5506.08	6449.27	7721.97	带息债务/总负债	11.94%	3.15%	2.50%	7.51%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	流动比率	2.32	2.21	2.12	2.02
EBITDA	347.97	611.27	787.61	991.68	速动比率	1.55	1.40	1.29	1.23
PE	47.33	37.43	27.53	21.08	股利支付率	36.82%	34.11%	31.74%	33.03%
PB	4.63	4.27	3.87	3.44	<b>每股指标</b>				
PS	3.32	2.62	2.02	1.62	每股收益	0.45	0.57	0.78	1.02
EV/EBITDA	10.74	20.92	16.33	13.03	每股净资产	4.63	5.02	5.55	6.23
股息率	0.78%	0.91%	1.15%	1.57%	每股经营现金	0.29	0.37	0.39	0.51
					每股股利	0.17	0.20	0.25	0.34

数据来源：Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn